

# Kapitalmärkte Blickpunkt




Ausgabe 14.03.2023 | LBBW Research | Macro/Strategy

## Schmerz am Wohnungsmarkt bleibt hoch

### Auf einen Blick

- Wir erwarten in der Spitze einen Preisrückgang bei Wohnimmobilien von knapp 10 %. Dieser hat bereits eingesetzt. Auch nach der Preiskorrektur wird der Markt überdurchschnittlich hoch bewertet sein.
- Der kreditfinanzierte Kauf einer Immobilie ist derzeit weniger erschwinglich als irgendwann sonst in den vergangenen 20 Jahren. Der von uns erwartete Preisrückgang dürfte daran nur mäßig viel ändern.
- Die Wohnraumknappheit spitzt sich weiter zu. Sie begrenzt das Abwärtspotenzial bei den Preisen und beschleunigt den Anstieg der Mieten. Jüngste Daten eines Anstiegs der Neuvertragsmieten um mehr als 6 % könnten u.E. dennoch die Lage etwas überzeichnen.

**Martin Güth, CQF**  
Senior Economist  
+49 711 127-79603  
martin.gueth@LBBW.de

LBBWResearch@LBBW.de  
 LBBW\_Research

Erstellt am:  
14.03.2023 11:42

## Preise haben gedreht

Der Markt für Wohnimmobilien in Deutschland macht keinen Spaß: den Käufern nicht, den Verkäufern nicht – und den Maklern und Mietern erst recht nicht. Die Preise sinken. Dies macht Immobilien unattraktiv als Kapitalanlage. Aber: Sie sinken nicht genug, als dass Immobilien wieder erschwinglich wären. Wohnraum wird immer knapper. Dies treibt die Mieten weiter in die Höhe. Aber: nicht derart hoch, dass die Baukonjunktur davon neuen Schwung erhielte. Ein Dilemma. Rufe nach dem Staat werden laut – zurecht. Allerdings wird auch der Staat das Problem nicht schnell und grundlegend lösen können. Marktkräfte müssen wirken, um Angebot und Nachfrage wieder ins Gleichgewicht zu bringen. Dabei darf es nicht zu derart starken Ausschlägen bei Preisen und Mieten kommen, dass der gesellschaftliche Zusammenhalt gefährdet wird. Die Zeiten sind – vorsichtig formuliert – „anspruchsvoll“.

---

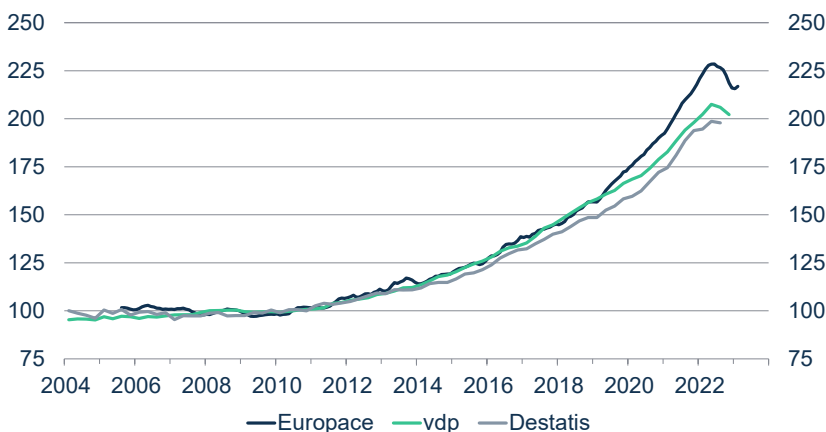
“Pain Points” an  
allen Enden

---

Im [vergangenen Mai](#) hatten wir deutlich unsere Einschätzung geäußert, dass der Wohnimmobilienmarkt nach einer langen Boomphase nun anderen Zeiten entgegengieht. Wo steht der Markt heute? Das Statistische Bundesamt (Destatis) weist für das dritte Quartal 2022 einen Preisrückgang um 0,4 % gegenüber dem zweiten Quartal aus (siehe Grafik 1). Die Daten zum vierten Quartal werden am 24. März veröffentlicht. Der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) vermeldet für das vierte Quartal 2022 einen Rückgang seines Preisindexes für Wohnimmobilien von 1,8% im Quartalsvergleich. Die Abwärtsdynamik hat sich damit beschleunigt (Q3: -0,8%).

Auf Monatsdatenbasis – allerdings mit einer Glättung von drei Monaten – lässt sich die Marktentwicklung anhand des Preisindex von Europace verfolgen. Wie jener von vdp basiert auch der Europace-Index auf Daten zu Finanzierungstransaktionen. Der Index wies in den vergangenen Jahren einen deutlich stärkeren Anstieg auf als jene von Destatis oder vdp. Seit einem Scheitelpunkt im Juni 2022 korrigiert er nun etwas stärker als seine Pendanten. Bis zum Januar 2023 gab der Index um 5,7 % nach. Im Februar verzeichnete er nun einen ersten Anstieg um 0,6 %. Die Preise zeigen damit zu Jahresbeginn Anzeichen einer Stabilisierung. Dass dies bereits eine grundlegende Trendwende hin zu wieder steigenden Preisen darstellt, denken wir aber nicht.

**Grafik 1**  
**Preisindizes für Wohnimmobilien, 2010 = 100**



Quelle: Refinitiv, vdpResearch, Destatis, LBBW Research

## Mangelnde Erschwinglichkeit belastet die Nachfrage

Der Grund für den Preisrückgang ist klar: eine massiv verschlechterte Erschwinglichkeit. Der Erschwinglichkeitsindikator der Deutschen Bundesbank setzt die Annuität eines hypothetischen Hypothekenkredits in Relation zum verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte. Der Indikator kletterte 2022 auf den höchsten Stand seiner 20-jährigen Geschichte (Grafik 2). Das heißt: So wenig erschwinglich waren Immobilien seit 2003 noch nie. Wir gehen davon aus, dass sich die Situation im laufenden Quartal weiter verschlechtert hat.

---

Im Sommer  
durchschritten  
die Preise  
ihren Zenit

---

---

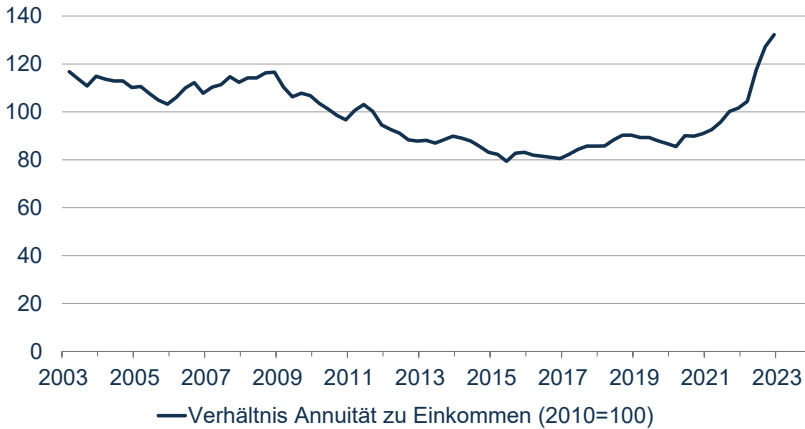
Schmerz  
der Käufer  
ist objektiv  
messbar

---

## Grafik 2

### Erschwinglichkeitsindikator der Deutschen Bundesbank

Annuität eines Hypothekenkredites mit hypothetischer Gesamtlaufzeit von 30 Jahren im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen, Index, 2010 = 100

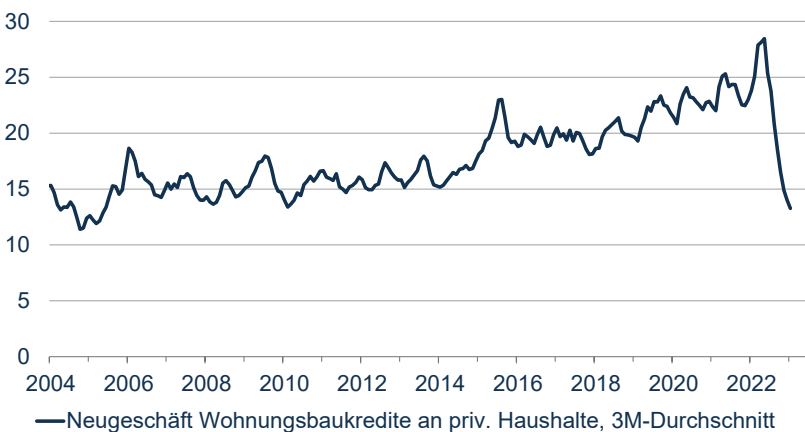


Quelle: Deutsche Bundesbank, LBBW Research

Die geschwundene Erschwinglichkeit schlägt sich unmittelbar in einem massiven Rückgang der Transaktionen nieder. So war beispielsweise das Neugesäftsvolumen an Wohnungsbaukrediten inländischer Banken im vierten Quartal nur noch halb so hoch wie im ersten Quartal 2022 (Grafik 3). Es ist so niedrig wie seit über zehn Jahren nicht mehr. Da sich seit 2010 die Hauspreise rund verdoppelt haben, dürfte die Anzahl der neuen Finanzierungen deutlich unterhalb des damaligen Niveaus liegen. Käufer und Verkäufer werden sich derzeit offenbar deutlich seltener handelseinig als früher. Zudem sind die Banken restriktiver bei der Kreditvergabe.

## Grafik 3

### Wohnungsbaukredite: Neugesäft in Mrd. Euro pro Monat



Quelle: Deutsche Bundesbank, LBBW Research

## Markt wird noch enger

Von fundamentaler Seite verschärft sich die Lage am Wohnungsmarkt weiter. Gemäß einer ersten Schätzung von Destatis lebten zum Jahresende 2022 mindestens 84,3 Millionen Menschen in Deutschland. Im Jahresvergleich bedeutet dies einen Zuwachs von 1,1 Millionen – so viel, wie in den sechs Jahren von Ende 2015 bis Ende 2021 zusammen. Dies

---

Ohne Käufe  
keine Kredite

---

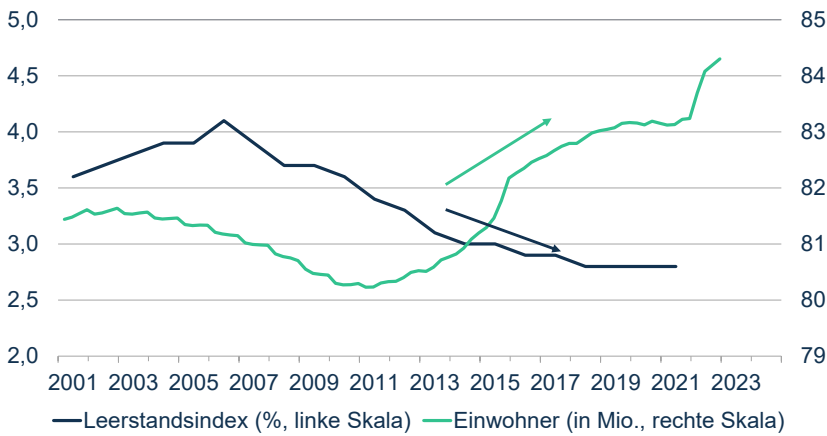
---

Historisch hohes  
Bevölkerungs-  
wachstum

---

bedeutet zusätzliche Nachfrage nach Wohnraum. Der Leerstand an vermietbaren Geschosswohnungen dürfte von tiefem Niveau aus weiter zurückgehen (vgl. Grafik 4).

**Grafik 4**  
**Marktaktiver Leerstand (CBRE-empirica-Leerstandsindex, in %) sowie Einwohnerzahl Deutschlands (in Mio.)**

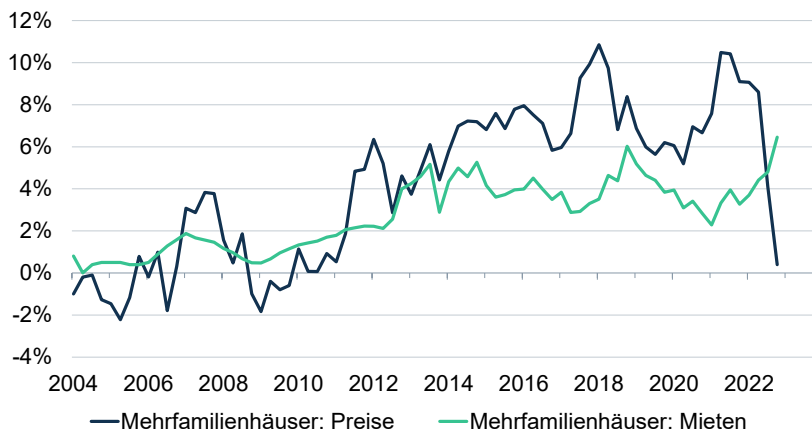


Quelle: Refinitiv, empirica, Destatis, LBBW Research

Die Bautätigkeit kann auf einen derart abrupten Anstieg des Bedarfs an Wohnraum nicht kurzfristig reagieren. Die schlechte Nachricht ist, dass auch mittelfristig die Bauaktivität eher Problem denn Lösung sein wird. Der Auftragseingang im Wohnungsbau lag im vierten Quartal 28 % unter Vorjahresniveau. Eine Trendumkehr zeichnet sich bislang nicht ab. Der Markt wird also auf absehbare Zeit quälend eng bleiben – insbesondere für Mieter.

Hinsichtlich der Mietentwicklung weisen die Daten von vdp einen heftigen Anstieg der Neuvertragsmieten im vierten Quartal um 6,5 % im Jahresvergleich aus (vgl. Grafik 5). In den vergangenen zehn Jahren ist der Mietindex mit einer durchschnittlichen Rate von 4,0 % p.a. gestiegen. Mit einer Beschleunigung des Mietpreiswachstums musste aus unserer Sicht zweifellos gerechnet werden. Die gemeldete Zahl liegt aber noch über unseren Erwartungen. Für den Moment sind wir skeptisch, ob sie wirklich zum vollen Nennwert zu nehmen ist.

**Grafik 5**  
**Preise und Neuvertragsmieten von Mehrfamilienhäusern, Veränderungsraten ggü. Vorjahr**



Quelle: vdpResearch, LBBW Research

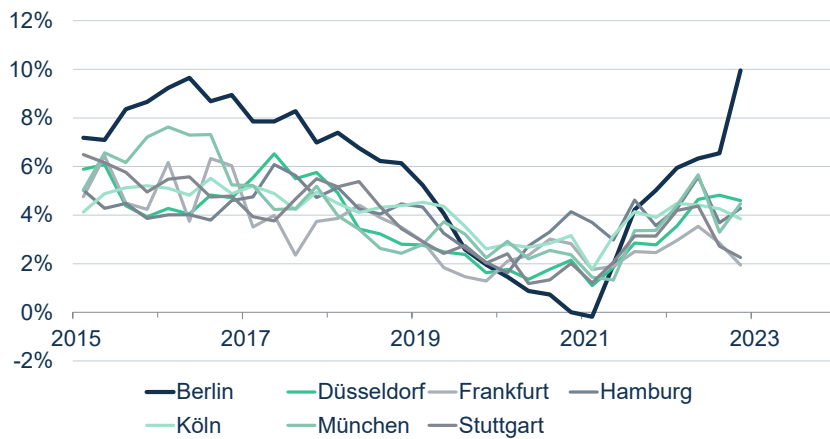
Mehr Neubau  
nicht in Sicht

Rekord-  
Mietanstieg?

Grund für unsere Skepsis sind die Mietdaten für die sieben größten deutschen Städte, die von vdp neben den gesamtdeutschen Daten ebenfalls ausgewiesen werden (vgl. Grafik 6). In sechs der sieben Städte wies das Mietpreiswachstum in den vergangenen Quartalen keine nennenswerte Beschleunigung auf. In Frankfurt und Stuttgart hat sich der Anstieg der Mieten in den vergangenen beiden Quartalen sogar auf rund 2% abgeschwächt.

Einzig im statistischen Schwergewicht Berlin hat das Wachstum zugelegt, sogar massiv. In der Bundeshauptstadt waren 2021 allerdings die Mieten nur unterdurchschnittlich gestiegen, so dass es sich bei dem aktuell starken Anstieg um einen Nachholeffekt handeln könnte. Der Berliner Mietendeckel, der von der Regierung 2020 eingeführt und 2021 gerichtlich aufgehoben wurde, dürfte zu dieser volatilen Entwicklung beigetragen haben. Wir hegen den Verdacht, dass die gesamtdeutschen Daten durch den „Berlin-Effekt“ nach oben verzerrt sind.

**Grafik 6**  
Preise und Neuvertragsmieten von Mehrfamilienhäusern,  
Veränderungsraten ggü. Vorjahr



Quelle: vdpResearch, LBBW Research

## Bewertung dürfte nur etwas korrigieren

So oder so – unstrittig bleibt, dass die Mieten weiter steigen, während die Preise fallen. Das historisch hohe Bewertungsniveau wird dadurch etwas korrigiert. Die Frage, wie sehr der Immobilienmarkt überbewertet ist und ob gar eine Blase vorliegt, wurde in den vergangenen Jahren immer wieder von Marktbeobachtern diskutiert.

Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass die Kriterien einer Blase nicht erfüllt sind. Das Bewertungsniveau ist gleichwohl historisch hoch. Gemäß unserem eigenen Bewertungsindikator war der deutsche Wohnimmobilienmarkt im dritten Quartal 29 % höher bewertet als im Durchschnitt seit 1990. Auch viele andere Länder weisen einen überbewerteten Immobilienmarkt auf (vgl. Grafik 7). Die Bundesbank erklärt in ihrem Monatsbericht vom Februar, Wohnimmobilien in Deutschland seien im Jahresmittel 2022 ähnlich stark überbewertet gewesen wie in den Jahren zuvor. Die Notenbank beziffert die Überbewertung auf 20% bis 30%, in den größeren Städten auf 25% bis 40%.

---

## Berlin mit Sonderstory

---

---

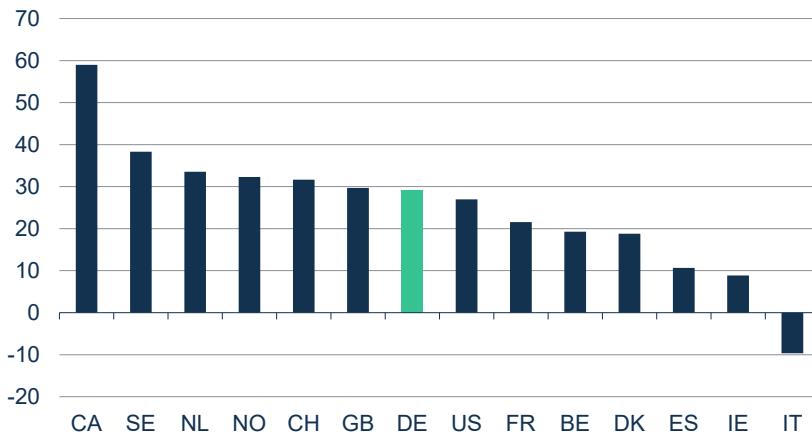
Zwar  
nennenswerte  
Überbewertung,  
aber  
keine Blase

---

## Grafik 7

### LBBW Hauspreisindikator für das dritte Quartal 2022

Über- bzw. Unterbewertung in Prozent (Daten seit 1990)



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Der Indikator berücksichtigt das Verhältnis der Hauspreise zu den Mieten und zum verfügbaren Einkommen sowie die reale Entwicklung der Hauspreise. Für jede Zeitreihe wird der aktuelle Wert in Relation zur eigenen Historie gestellt.

Der zurückliegende Zinsanstieg übt nach wie vor starken Abwärtsdruck auf das Bewertungsniveau aus. Wir erwarten zwar weiter sinkende Immobilienpreise. Aufgrund einer enormen Knappheit an Wohnraum – insbesondere in den Städten – wird das Bewertungsniveau u.E. aber auch nach der Preiskorrektur historisch überdurchschnittlich sein. Der Preisrückgang sollte daher deutlich geringer als besagte 29 % ausfallen – zumal gleichzeitig auch die Mieten steigen und ebenfalls das Bewertungsniveau sinken lassen. Wir halten alles in allem einen Preisrückgang von knapp 10 % vom jüngsten Hochpunkt bis zum zyklischen Tiefpunkt für eine realistische Erwartung.

Als Kapitalanlage dürften Wohnimmobilien derzeit wohl nur im Einzelfall eine attraktive Alternative zu z.B. Anleihen darstellen. Zur Eigennutzung kann der Kauf einer Immobilie gleichwohl weiterhin sinnvoll sein, sofern die finanziellen Mittel vorhanden sind – zumal die Lage auf dem Mietmarkt noch angespannter geworden ist. Die Bereitschaft in der Bevölkerung, Homeoffice-Möglichkeiten zu nutzen und von der teuren Stadt hinaus in den jeweiligen „Speckgürtel“ oder ganz aufs Land zu ziehen, dürfte angesichts der geschilderten Gemengelage hoch bleiben.

---

Überschaubare  
Preiskorrektur  
zu erwarten

---

# Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und Liechtenstein.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

**Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.**

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

